

建筑材料行业

2019年2月数据点评：需求景气延续，华北成为亮点

分析师：邹戈

分析师：谢璐

分析师：徐笔龙



SAC 执业证号：S0260512020001



SAC 执业证号：S0260514080004



SAC 执业证号：S0260517080013



021-60750616



021-60750630



021-60750611



zouge@gf.com.cn



xielu@gf.com.cn



xubulong@gf.com.cn

请注意，邹戈、徐笔龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

本报告数据来源国家统计局、数字水泥网、玻璃信息网。

地产需求高位震荡，基建需求继续回升：据国家统计局数据，2019年1-2月份，商品房销售面积同比增速-3.6%，增速环比2018年1-12月份回落4.9个百分点，增速比上年同期低7.7个百分点；全国房地产开发投资同比增速11.6%，增速环比2018年1-12月份上升2.1个百分点，增速比上年同期高1.7个百分点；全国新开工土地面积同比增速6.0%，增速环比2018年1-12月份回落11.2个百分点，增速比上年同期高3.1个百分点；总体来看，地产销售继续下行，但值得注意的是结构性变化：一二线已经率先出现回升迹象；房地产投资增速依然保持较为强劲增长，韧性超预期，但和去年土地购置费拉动投资不同的是，1-2月房屋施工面积同比增长6.8%，增速比上年同期上升5.3个百分点，施工投资对地产投资增长形成支撑，也给行业需求带来支撑。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）1-2月同比增长4.3%，增速环比2018年1-12月份上升0.5个百分点，增速比上年同期低11.8个百分点。

2月份水泥价格超预期上涨，库容比数据上升值得持续跟踪：从产量数据来看，据国家统计局数据，2019年1-2月全国水泥产量2.1亿吨，同比增速0.5%（2018年1-12月累计增速3.0%，上一年同期增速4.1%）；1-2月全国平板玻璃产量1.4亿重箱，同比增速7.8%（2018年1-12月累计增速2.1%，上一年同期增速-1.0%）。从库存数据来看，水泥行业库容比9-11月份持续快速下行，2017年同期已经很低，2018年又再下台阶，不过12月下旬开始库存数据迅速回升，目前已经高于上一年同期水平。结合产量和库存数据来看，2019年产量增速持续上行，库存数据持续回落，说明行业需求处于景气向上态势，这也说明地产在行业需求中的地位；值得注意的是，一是平板玻璃11-12月份产量增速明显回升，主要受2017年11月份沙河停产使得基数较低；二是12月份以来水泥库存数据持续回升（目前已经高出上一年同期水平），表现和2016、2017年同期不一样，主要原因可能来自2018年环保限产有所放松，后面需要持续跟踪其变化。从价格数据来看，10月中旬以来水泥价格加速上涨，而玻璃价格开始出现回落，我们认为核心来自于供给上的差异；2018年长三角地区（江浙沪皖）纳入大气污染防治重点区域，下半年尤其是旺季停产使得供需失衡，水泥价格大幅上涨；玻璃行业2018年实际产能仍处于增加态势。

分区域看，1-2月份华北需求表现突出：分区域来看，1-2月份累计来看，北方地区的水泥产量数据明显好于南方地区。北方地区中，东北、华北、西北累计增速分别为9.36%、33.82%、18.56%。南方地区中，华东地区独具亮点，1-2月累计产量增速4.18%，是南方唯一正增长地区；中南、西南地区1-2月累计产量负增长（分别为-5.29%、-2.78%）。

投资建议，需求景气延续，看好结构性机会：需求方面，房地产需求保持在高位震荡，基建需求底部有回升，本轮周期受房地产去库存政策影响，销售（预售）、拿地、新开工、施工节奏错位较大，上半年预计施工面积仍将保持回升态势，同时稳增长下基建投资也将保持回升态势；上半年需求景气仍将延续。另外一个值得关注的现象是一二线城市房地产销售呈现企稳回升态势，将提振一二线城市占比较大的消费建材需求和估值。从供给端来看，2018年底供给收缩力度有减弱，后面需持续跟踪。

整体来看，需求景气延续将对行业内优质公司业绩带来支撑，继续看好行业内优质公司的结构性机会：一是继续看好优质消费建材公司北新建材、三棵树、伟星新材，二是看景气上行细分行业龙头公司山东药玻（中硼硅药瓶）、中材科技（风电叶片）、石英股份（半导体光纤用石英玻璃）、光伏玻璃行业龙头，三是低估值海螺水泥（A、H）等龙头公司3-4月份有预期差机会

风险提示：宏观经济继续下行风险，货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，能源结构转变过快风险，公司管理经营风险。

相关研究：

建筑材料行业:关注天气对短期需求节奏的干扰

2019-03-10

建筑材料行业:积极把握细分行业机会

2019-03-03

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：赵勇臻 021-60750614 zhaoyongzhen@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/15	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
海螺水泥	600585.SH	买入	RMB	36.72	-	5.53	5.47	7	7	4	4	29%	25%
华新水泥	600801.SH	买入	RMB	20.80	-	3.44	3.31	6	6	5	5	31%	24%
旗滨集团	601636.SH	买入	RMB	4.43	-	0.48	0.50	9	9	16	21	17%	17%
山东药玻	600529.SH	买入	RMB	21.90	-	0.81	1.04	27	21	23	15	10%	12%
中国巨石	600176.SH	买入	RMB	10.69	-	0.75	0.86	14	12	18	15	20%	21%
中材科技	002080.SZ	买入	RMB	13.92	15.94	0.74	0.94	19	15	9	8	10%	12%
长海股份	300196.SZ	买入	RMB	10.20	-	0.65	0.90	16	11	13	8	11%	13%
东方雨虹	002271.SZ	买入	RMB	20.07	-	1.08	1.29	19	16	9	7	20%	20%
三棵树	603737.SH	买入	RMB	56.40	68.86	2.45	3.65	23	15	19	12	18%	21%
伟星新材	002372.SZ	买入	RMB	17.30	-	0.75	0.87	23	20	16	14	29%	32%
北新建材	000786.SZ	买入	RMB	19.26	-	1.61	1.77	12	11	9	8	19%	18%
帝欧家居	002798.SZ	买入	RMB	20.88	-	1.74	2.58	12	8	14	9	13%	16%
石英股份	603688.SH	买入	RMB	15.08	-	0.45	0.65	34	23	14	11	11%	13%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

事件描述	5
事件点评	5
地产投资韧性超预期，基建需求继续回升	5
节后水泥高频数据受天气扰动，后续旺季基本面节奏有望修正	8
分区域看，1-2 月份华北需求表现突出	11
投资建议：需求景气延续，继续看好结构性机会	12
风险提示	13

图表索引

图 1: 2019 年 1-2 月固定资产投资同比增长 6.1%.....	5
图 2: 2019 年 1-2 月房地产开发投资同比+11.6%.....	6
图 3: 2019 年 1-2 月累计新开工面积同比+6.0%.....	6
图 4: 2019 年 1-2 月累计销售面积同比-3.6%.....	6
图 5: 住宅模拟库存和去化情况.....	6
图 6: 一二三线销售面积同比增速.....	6
图 7: 地产投资增速的拆分 (施工投资增速贡献+土地投资增速贡献)	7
图 8: 累计投资金额土地出让金及施工面积增速.....	7
图 9: 2019 年 1-2 月基建固投 (不含电力等公用事业部门) 同比增长 4.3%.....	8
图 10: 1-2 月水泥累计产量同比 0.5%	8
图 11: 1-2 月玻璃累计产量同比 7.8%.....	8
图 12: 全国水泥价格 (元/吨)	9
图 13: 全国水泥库容比 (%)	9
图 14: 玻璃停产产能占比 (%) 和价格 (元/吨)	10
图 15: 全国玻璃价格震荡 (元/吨)	10
图 16: 全国玻璃库存.....	10
图 17: 全国水泥新建产能 (万吨/年)	11
图 18: 全国玻璃新建产能 (万重箱/年)	11
图 19: 华北水泥产量累计同比增速.....	11
图 20: 华北地区水泥库容比.....	11
图 21: 2018 年 12 月各区域水泥产量同比增速.....	12
图 22: 2019 年 2 月各区域水泥产量同比增速.....	12
表 1: 全国及各区域水泥出货率情况.....	9
表 2: 水泥分区域价格.....	9
表 3: 可比公司表.....	13

事件描述

统计局公布2019年1-2月部分宏观和行业数据。

事件点评

地产投资韧性超预期，基建需求继续回升

据国家统计局数据，2019年1-2月份，全国固定资产投资同比增长6.1%，增速环比2018年1-12月份上升0.2个百分点，增速比上一年同期低1.8个百分点。

图 1：2019年1-2月固定资产投资同比增长6.1%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

从影响建材行业需求的房地产和基建来看：

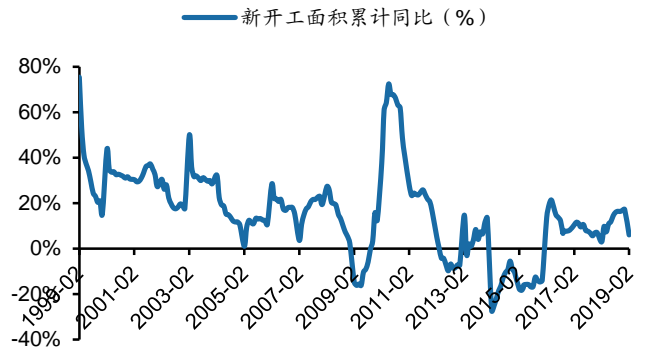
据国家统计局数据，2019年1-2月份，商品房销售面积同比增速-3.6%，增速环比2018年1-12月份回落4.9个百分点，增速比上一年同期低7.7个百分点；全国房地产开发投资同比增速11.6%，增速环比2018年1-12月份上升2.1个百分点，增速比上一年同期高1.7个百分点；全国新开工土地面积同比增速6.0%，增速环比2018年1-12月份回落11.2个百分点，增速比上一年同期高3.1个百分点；总体来看，地产销售继续下行，但值得注意的是结构性变化：一二线已经率先出现回升迹象；房地产投资增速依然保持较为强劲增长，韧性超预期，但和去年土地购置费拉动投资不同的是，1-2月房屋施工面积同比增长6.8%，增速比上一年同期上升5.3个百分点，施工投资对地产投资增长形成支撑，也给行业需求带来支撑。

图 2: 2019年1-2月房地产开发投资同比+11.6%



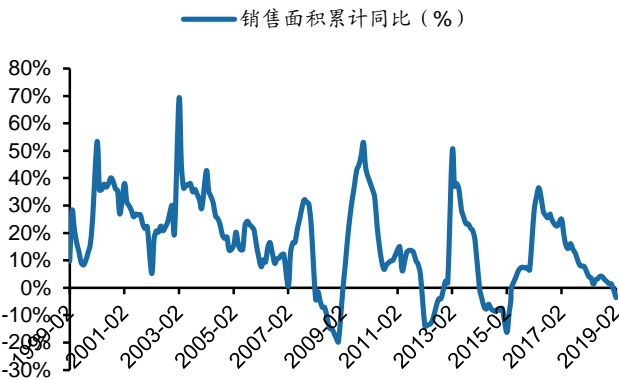
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 3: 2019年1-2月累计新开工面积同比+6.0%



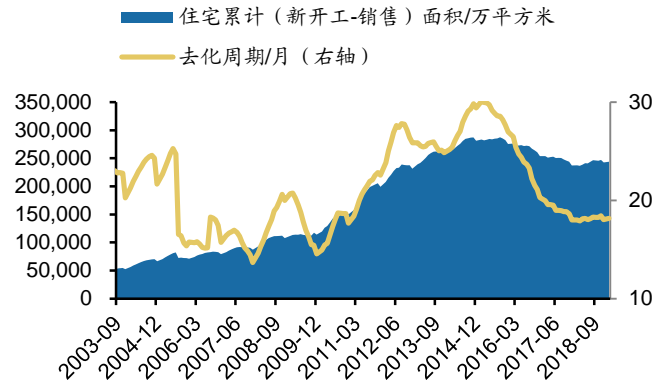
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 4: 2019年1-2月累计销售面积同比-3.6%



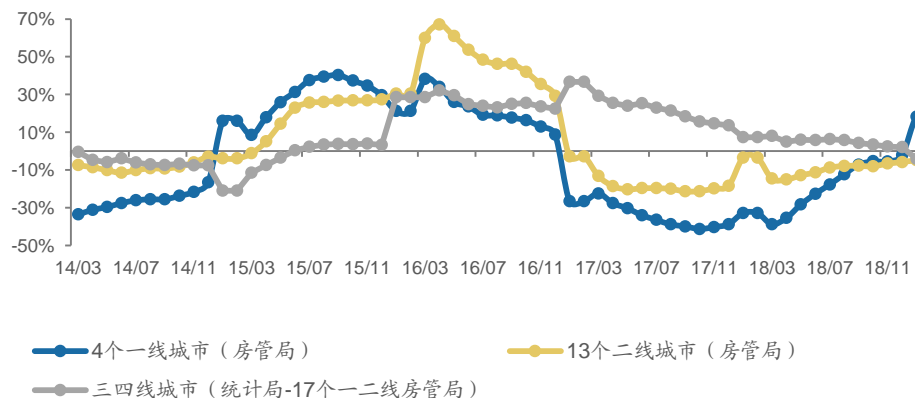
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 5: 住宅模拟库存和去化情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

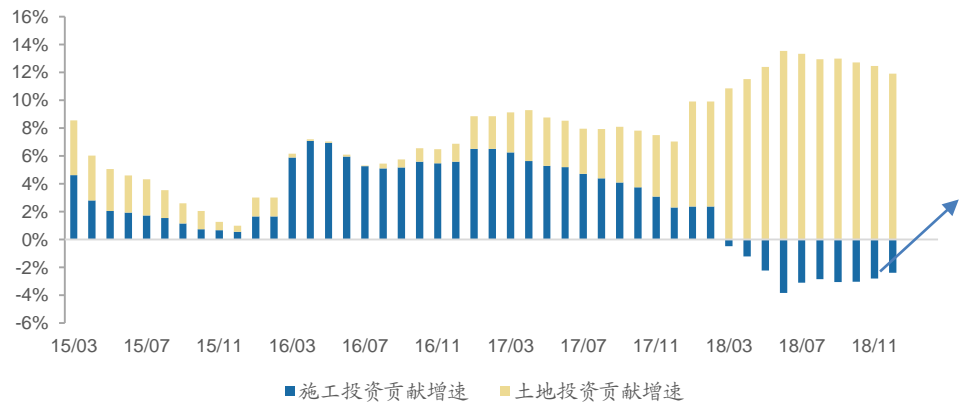
图 6: 一二三线销售面积同比增速



数据来源: 房管局, 广发证券发展研究中心

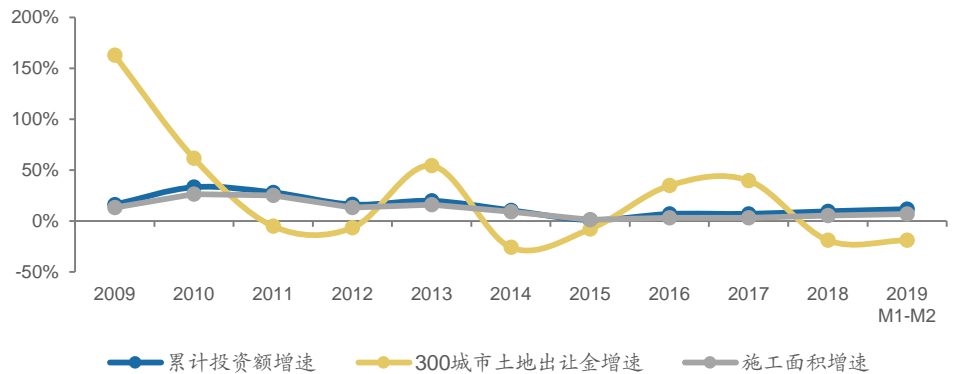
注: 三四线城市成交数据由统计局口径的全国商品房成交面积, 减去房管局口径的17个一二线城市成交面积得到。

图 7：地产投资增速的拆分（施工投资增速贡献+土地投资增速贡献）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

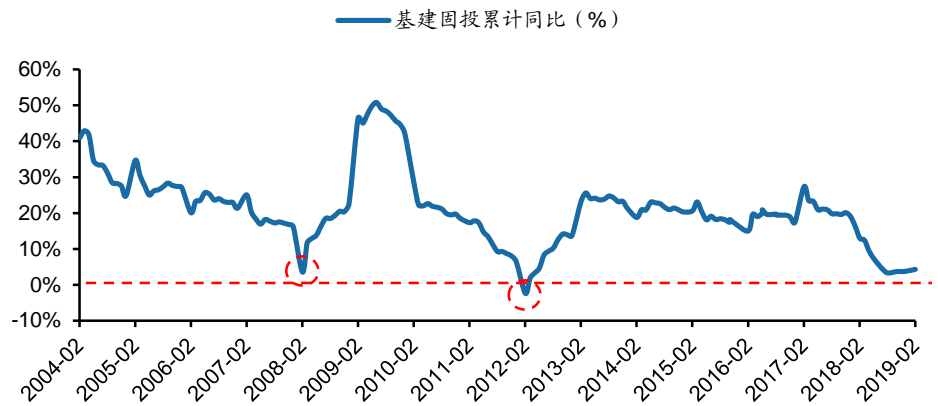
图 8：累计投资金额、土地出让金及施工面积增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

据国家统计局数据，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）1-2月同比增长4.3%，增速环比2018年1-12月份上升0.5个百分点，增速比上一年同期低11.8个百分点。1-2月基建投资增速继续底部回升，预计后续基建投资仍将保持回升态势。

图 9: 2019年1-2月基建固投(不含电力等公用事业部门)同比增长4.3%



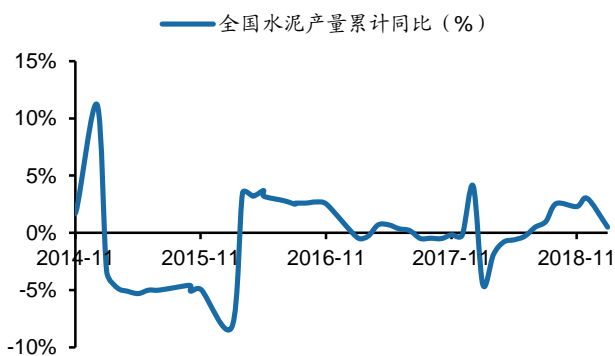
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

注：由于统计局公布数据口径的变化，2014年及之前使用“包含电力等公用事业部门”的数据，2015年及之后采用“不含电力等公用事业部门”的数据。

节后水泥高频数据受天气扰动，后续旺季基本面节奏有望修正

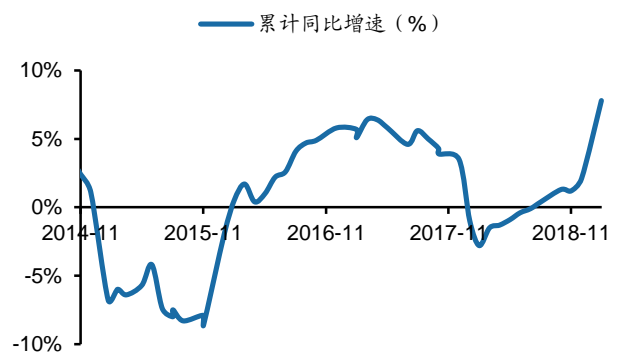
从产量数据来看，据国家统计局数据，2019年1-2月全国水泥产量2.1亿吨，同比增速0.5%（2018年1-12月累计增速3.0%，上一年同期增速4.1%）；1-2月全国平板玻璃产量1.4亿重箱，同比增速7.8%（2018年1-12月累计增速2.1%，上一年同期增速-1.0%）。从微观跟踪来看，其中水泥1月份需求好于2月，春节后需求启动较弱（玻璃产量增长主要反映供给端去年环保压制的低基数）。

图 10: 1-2月水泥累计产量同比0.5%



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 11: 1-2月玻璃累计产量同比7.8%

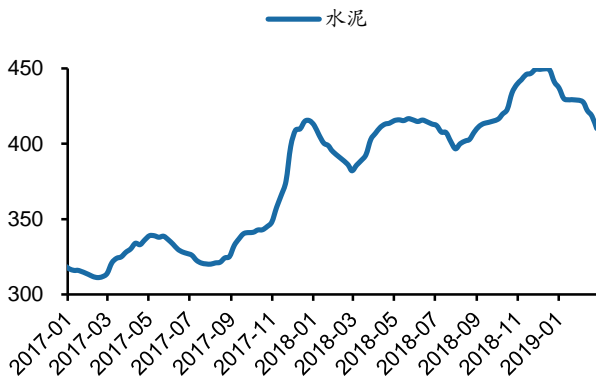


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

结合价格、库存等高频数据来看，去年12月下旬开始水泥行业步入淡季，价格回落，库存回升属于正常的季节性现象；但春节过后，水泥价格继续下跌的同时库存出现较快上升，尤其是长三角、两广为代表的南方地区，库存快速上升后已高于去年同期（考虑到春节提前的过年效应，今年这个时候应该要比去年好），相比之下京津冀地区水泥价格已经企稳、库存上升不明显，这里面的差异（和去年同期

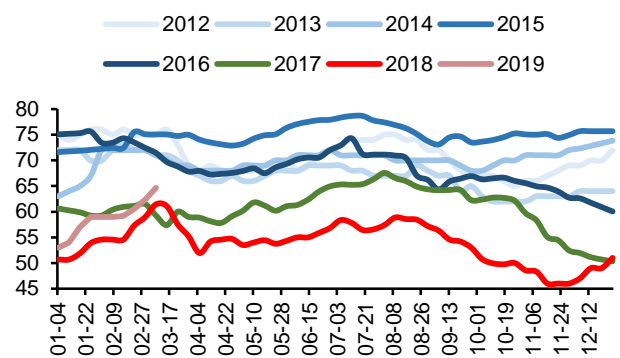
比、区域间的差异)我们认为主要和天气有关,长三角和中部地区雨水天气频繁影响了需求启动。从发货率数据来看,以正月十五为起始节点,今年节后前两周的数据华东、华南等地区明显弱于去年同期,而本周(3月15日)随着天气好转,下游需求环比提升明显,南方地区企业出货已普遍出现明显恢复,随着3月中旬天气放晴,预计需求会开始持续恢复,将重新回到正常的基本面节奏。

图 12: 全国水泥价格 (元/吨)



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 13: 全国水泥库容比 (%)



数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

表 1: 全国及各区域水泥出货率情况

时间	全国平均出货情况	京津冀	东北	华东(不含鲁)	华中	华南	西南	西北
2018/3/9 (正月十五第一周)	41.10	30.83	-	48.50	55.45	50.63	59.50	12.78
2018/3/16 (正月十五第二周)	56.78	43.33	-	74.25	65.00	71.25	66.00	27.78
2019/3/23 (正月十五第三周)	71.51	55.83	8.75	86.50	77.27	91.25	81.00	48.33
2019/3/1 (正月十五第一周)	30.48	27.50	-	37.25	25.45	42.50	60.00	-
2019/3/8 (正月十五第二周)	49.41	41.67	-	62.00	40.91	57.50	67.50	36.89
2019/3/15 (正月十五第三周)	72.40	61.67	7.50	85.50	80.45	90.00	88.00	45.56

数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心 注: 水泥出货率说明: 水泥日发货量与企业水泥在产产能比值。

表 2: 水泥分区域价格

水泥: 分区域	华东 (元/吨)	江浙沪皖 (元/吨)	京津冀 (元/吨)	两广 (元/吨)
最新价格	442	440	445	453
上周价格	444	440	448	453
去年同期价格	400	389	400	423
2018-2019 年高点价格	537 (2018.12.7)	565 (2018.12.7)	448 (2018.12.7)	471 (2018.12.21)
最新库存	65.83	67.67	55.83	68.13
上周库存	71.46	73.33	61.67	73.13
去年同期库存	57.92	59.00	50.83	55.00

数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

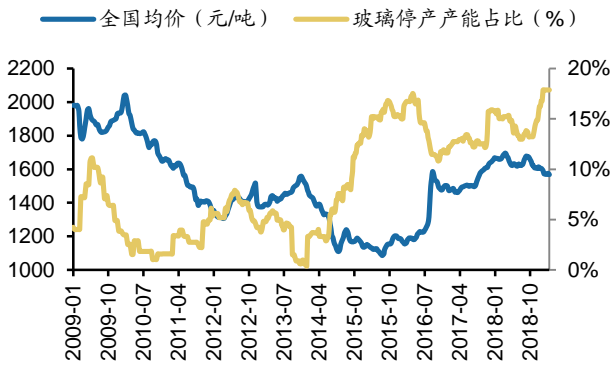
注: 最新价格和最新库存指 2019 年 3 月 15 日价格; 去年同期指 2018 年 3 月 16 日; 上周指 2019 年 3 月 8 日。

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

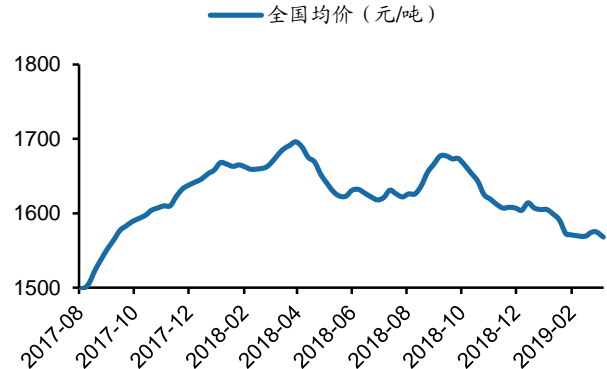
玻璃方面，汽车玻璃需求下行压力较大，建筑玻璃上半年仍能保持稳定，目前从加工企业总体订单情况看，同比有一定幅度的回落，因此加工企业首轮补库存之后，再次采购玻璃基本以随用随进为主，厂家出库压力增加，玻璃价格环比继续回落。从供需形势来看，整体表现要弱于水泥。

图 14: 玻璃停产产能占比 (%) 和价格 (元/吨)



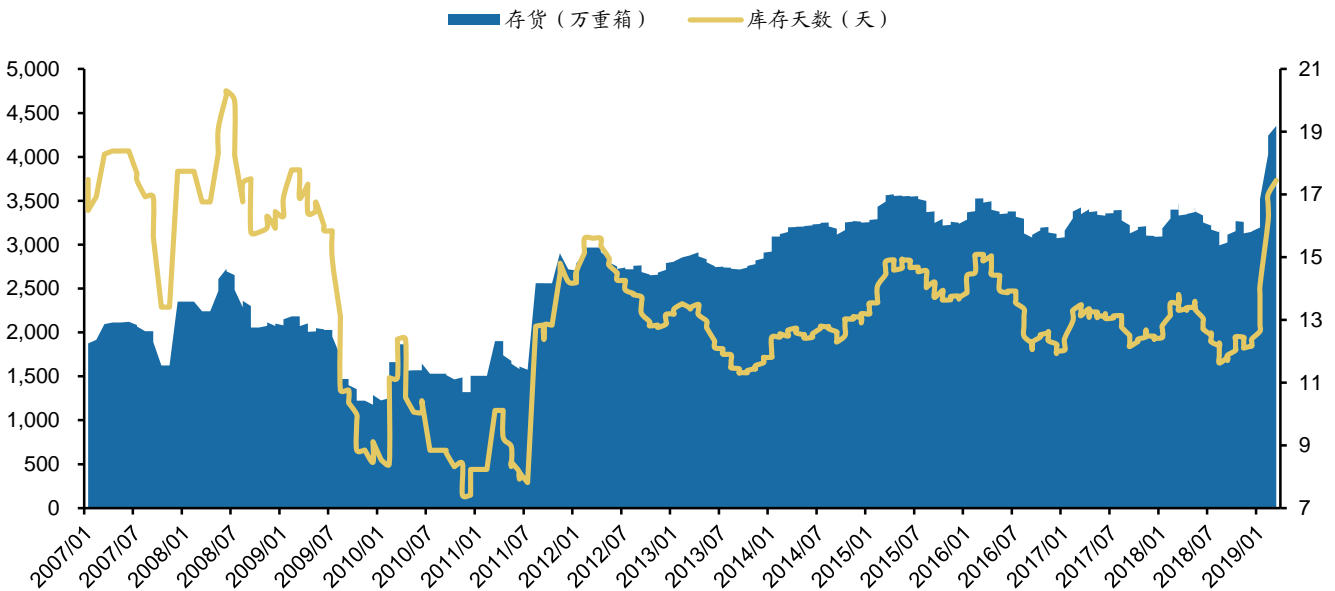
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 15: 全国玻璃价格震荡 (元/吨)



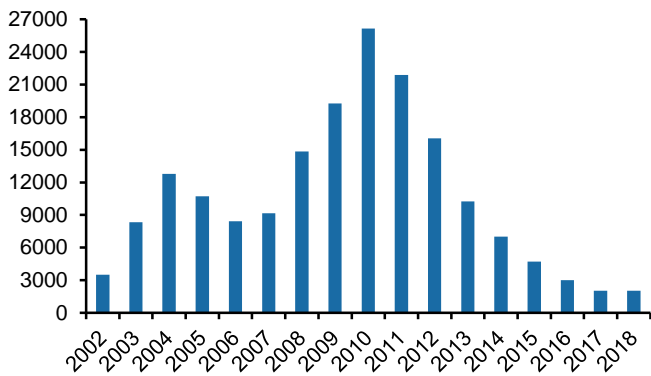
数据来源：中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

图 16: 全国玻璃库存



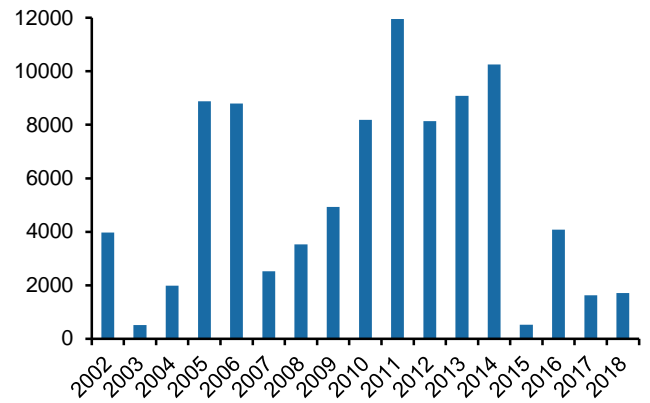
数据来源：中国玻璃信息网，广发证券发展研究中心

图 17: 全国水泥新建产能 (万吨/年)



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 18: 全国玻璃新建产能 (万重箱/年)



数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

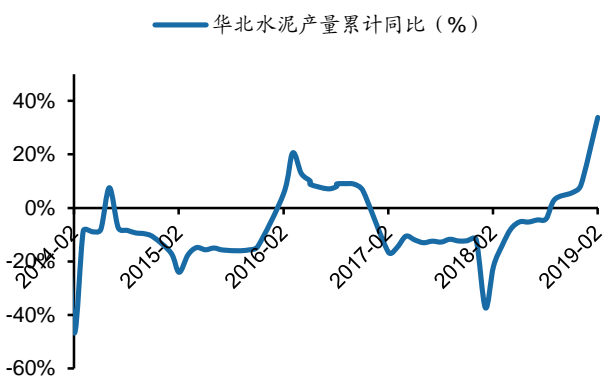
分区域看, 1-2 月份华北需求表现突出

由于水泥区域性明显, 我们需要区域分析。

首先, 分区域来看, 1-2 月份累计来看, 北方地区的水泥产量数据明显好于南方地区。北方地区中, 东北、华北、西北累计增速分别为 9.36%、33.82%、18.56%。南方地区中, 华东地区独具亮点, 1-2 月累计产量增速 4.18%, 是南方唯一正增长地区; 中南、西南地区 1-2 月累计产量负增长 (分别为 -5.29%、-2.78%)。

华北产量增速数据表现亮眼, 结合华北的库容比数据来看 (库容比不高), 反映华北地区实际需求情况很好。

图 19: 华北水泥产量累计同比增速



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 20: 华北地区水泥库容比



数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

其次, 细分到省份来看:

西南: 表现最好的是西藏, 1-2 月累计增速 36.94%; 重庆和四川表现依然出

色，累计增速分别为7.55%、3.40%；贵州、云南的需求有所回落，1-2月累计负增长（分别为-19.44%、-3.21%）。

中南：从1-2月累计增速来看，除河南省、湖北省（分别为19.00%、6.48%）外，其余四个省份（湖南、广东、广西、海南）均为负，预计和这两个月雨水天气较多有关。

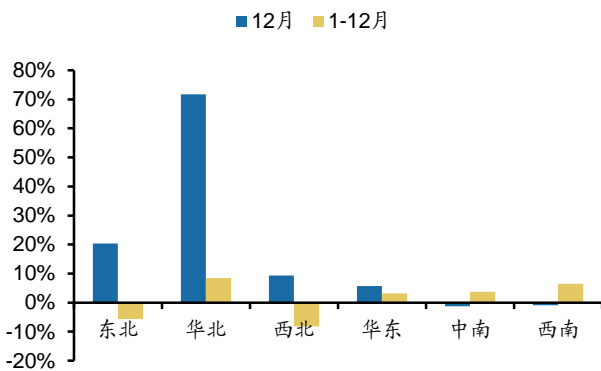
华东：安徽、福建、山东1-2月累计增速分别为17.30%、4.79%、28.93%，江浙沪呈现负增长，安徽产量增速较高和供给有关，由于2018年四季度环保要求停产，安徽很多水泥企业提前安排在此期间检修（以往都是1-2月份春节期间检修多）。

西北：从1-2月累计增速来看，除青海省（-8.58%）外，其余四个省份（陕西、甘肃、宁夏、新疆）均为正，其中，甘肃和宁夏实现大幅增长，累计增速分别为35.22%、35.82%，1-2月份西北需求很淡，受偶发因素影响较大，持续性还需要跟踪观察。

华北：1-2月份累计来看，除北京（-17.79%）外，其余四个省份（天津、河北、山西、内蒙古）均为正，其中，山西和内蒙古实现大幅增长，累计增速分别为83.81%、55.62%。

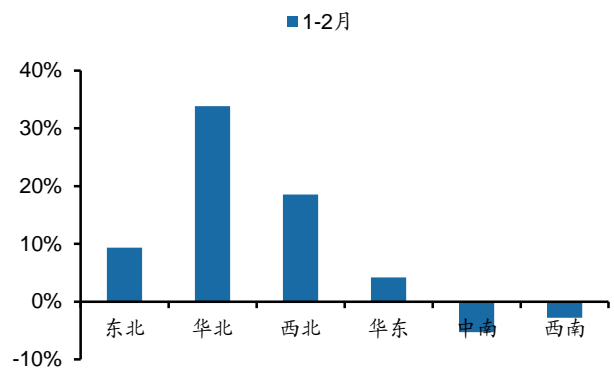
东北：辽宁、黑龙江1-2月累计正增长，吉林仍然是负增长。

图 21：2018年12月各区域水泥产量同比增速



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 22：2019年2月各区域水泥产量同比增速



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

投资建议：需求景气延续，继续看好结构性机会

需求方面，房地产需求保持在高位震荡，基建需求底部有回升，本轮周期受房地产去库存政策影响，销售（预售）、拿地、新开工、施工节奏错位较大，上半年预计施工面积仍将保持回升态势，同时稳增长下基建投资也将保持回升态势；上半年需求景气仍将延续。另外一个值得关注的现象是一二线城市房地产销售呈现企稳回升态势，将提振一二线城市占比较大的消费建材需求和估值。从供给端来看，2018年底供给收缩力度有减弱，后面需持续跟踪。

整体来看，需求景气延续将对行业内优质公司业绩带来支撑，继续看好行业内

优质公司的结构性机会：一是继续看好优质消费建材公司北新建材、三棵树、伟星新材，二是看景气上行细分行业龙头公司山东药玻（中硼硅药瓶）、中材科技（风电叶片）、石英股份（半导体光纤用石英玻璃）、光伏玻璃行业龙头，三是低估值海螺水泥（A、H）等龙头公司3-4月份有预期差机会

表3: 可比公司表

股票简称	主营业务	股票代码	货币	股价	EPS (单位见下)		PE (X)	
				2019/3/15	2018E	2019E	2018E	2019E
宣伟	建筑涂料	SHW.N	USD	431.03	18.53	21.14	23.3	20.4
海螺水泥	水泥	00914.HK	HKD	45.20	5.44	5.56	8.3	8.1

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

注: 公司盈利取自 Bloomberg 一致预期数据, 宣伟 EPS 单位为美元/股, 海螺水泥 EPS 单位为港元/股

风险提示

宏观经济继续下行风险, 货币房地产等宏观政策大幅波动风险, 行业新投产能超预期风险, 原材料成本上涨过快风险, 能源结构转变过快风险, 公司管理经营风险。

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：分析师，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。